

Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2017



20 de octubre de 2017

América Latina se ha unido a la mejora cíclica de la actividad global. La tasa de crecimiento medio ponderado del PIB en las seis principales economías de la región se situó en el primer semestre de 2017 no muy alejada del crecimiento potencial estimado. Además, los resultados por países muestran una cierta convergencia. Se ha observado, en general, una reducción importante de las tasas de inflación, que ha permitido a los bancos centrales —con alguna excepción, como Argentina y México— reducir los tipos de interés oficiales. Para profundizar en la valoración del tono de la política monetaria en las principales economías con objetivo de inflación, este Informe incluye una sección temática donde se construye una regla de Taylor a partir de la estimación de los tipos de interés naturales. Por otra parte, las economías latinoamericanas han continuado ajustando su saldo exterior a un nuevo escenario de menores precios de las materias primas, pero el ajuste fiscal no ha progresado en la misma medida. Pese a ello, los mercados financieros de la región se han comportado de forma muy favorable y las divisas han tendido a apreciarse.

Los indicadores de mayor frecuencia muestran que el dinamismo de la actividad se ha prolongado en el segundo semestre del año. No obstante, la continuidad de la recuperación en la región está sometida a algunos riesgos a la baja. El principal de ellos en el ámbito externo deriva del posible tensionamiento de las condiciones financieras en los mercados internacionales. Persisten también los riesgos procedentes de posibles giros en las políticas de Estados Unidos, principalmente hacia un mayor proteccionismo comercial en el contexto de la negociación del Tratado de Libre Comercio del Atlántico Norte, del que forma parte México. En ese sentido, en la segunda sección temática de este Informe se analizan los factores que explican la reciente fortaleza del consumo privado en ese país, en un contexto relativamente desfavorable. En el plano interno, donde hay un calendario electoral muy denso en la región hasta finales de 2018, los riesgos parecen más equilibrados. A medio plazo, los países de la región siguen sujetos a unas perspectivas de crecimiento modestas.

Introducción

Desde el inicio de 2017, la recuperación de la economía global se ha generalizado y ha alcanzado un dinamismo superior al esperado. A pesar de ello, cabe destacar la ausencia de presiones inflacionistas, incluso en países con *output gaps* reducidos o ya cerrados. En Estados Unidos, la política monetaria ha mantenido una senda de normalización muy gradual. Por su parte, en un contexto de elevada liquidez, los mercados financieros han seguido estando caracterizados por bajos niveles de volatilidad y un elevado apetito por el riesgo, lo que ha favorecido la afluencia de los flujos de capitales hacia las economías emergentes.

América Latina se ha unido a la mejora cíclica de la actividad global. Según los datos de Contabilidad Nacional para la primera mitad de 2017, el crecimiento medio ponderado del PIB en las seis principales economías de la región¹ pasó del 0,2 % intertrimestral, en el segundo semestre de 2016, al 0,6 %, una cifra no muy alejada del crecimiento potencial estimado para ese conjunto de países. En términos interanuales, el crecimiento fue del 1,2 % en el segundo trimestre de 2017, tras registrar tasas negativas en la segunda mitad del año previo. Los resultados por países muestran una cierta convergencia en las tasas de crecimiento, con una recuperación en Argentina y Brasil y una desaceleración en Chile, Colombia y Perú, mientras que en México el dinamismo de la actividad se ha mantenido.

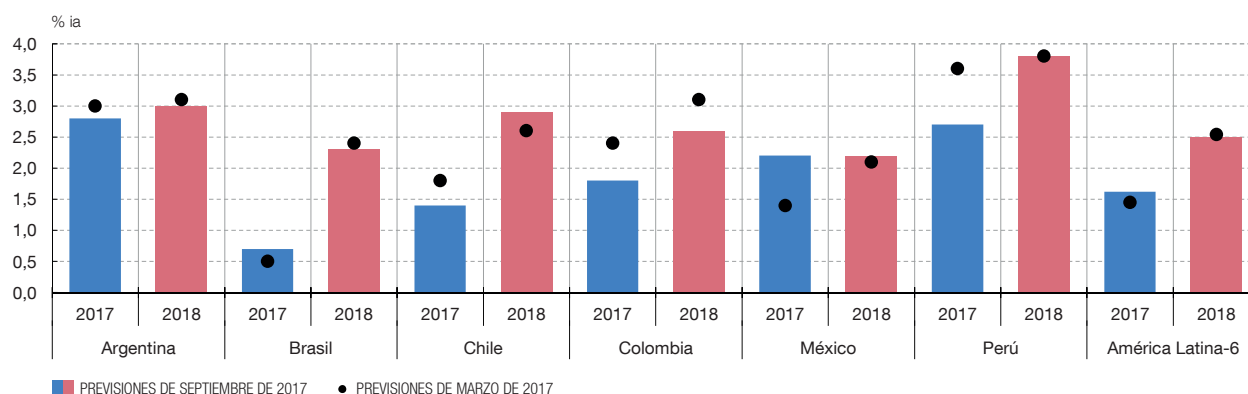
Esta mejora del crecimiento ha sido compatible, en general, con una reducción importante de las tasas de inflación, que ha permitido a los bancos centrales reducir los tipos de interés oficiales, en algún caso de forma muy significativa. Solo México continuó endureciendo la política monetaria en la primera mitad del año, en un contexto de incertidumbre sobre el giro en las políticas económicas de Estados Unidos, y de aumento de la inflación, asociado, en buena medida, al impacto retrasado de la depreciación del tipo de cambio; sin embargo, cabe esperar que en los próximos trimestres se produzcan descensos en la tasa de inflación como los experimentados en otros países de la región. Por otra parte, las economías latinoamericanas han continuado ajustando su saldo exterior a un nuevo escenario de precios de las materias primas más reducidos que los observados antes de 2014. En cambio, el ajuste fiscal no ha progresado en la misma medida que el externo, a pesar de lo cual los mercados financieros de la región se han comportado de forma muy favorable y las divisas han tendido a apreciarse.

Los indicadores de mayor frecuencia muestran que el dinamismo de la actividad se ha prolongado en el tercer trimestre, apoyado en los menores niveles de los tipos de interés y en la recuperación global. De esta forma, las previsiones macroeconómicas de consenso para el conjunto de las seis principales economías de la región (sin Venezuela, por la ausencia de datos oficiales) apuntan a un crecimiento del 1,6 % en 2017, tras el retroceso del -0,6 % estimado para 2016; además, se espera una recuperación adicional, hasta el 2,2 %, en 2018. Por países, cabe destacar la contribución de Brasil y de Argentina a esta mejora en las cifras de crecimiento agregadas (véase gráfico 1).

La continuidad de la recuperación en la región está sometida a algunos riesgos a la baja. El principal de ellos en el ámbito externo deriva del posible tensionamiento de las

¹ Promedio ponderado del crecimiento en Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA PARA 2017 y 2018

FUENTE: *Latin American Consensus Forecasts*.

condiciones financieras en los mercados internacionales y de un aumento de la aversión global al riesgo, que revierta la entrada de capitales. Entre los posibles detonantes de ese escenario, estarían: un endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos más rápido de lo esperado, la materialización de eventos geopolíticos adversos o un eventual ajuste brusco en la economía china. Persisten también los riesgos procedentes de posibles giros en las políticas de Estados Unidos, principalmente hacia un mayor proteccionismo comercial, en el contexto de la negociación del Tratado de Libre Comercio del Atlántico Norte (TLCAN). En el plano interno, los riesgos parecen más equilibrados. En el ámbito político, hay un calendario electoral muy denso hasta finales de 2018, con comicios en casi todos los países, que podrían dar lugar a cambios en el grado de apoyo a los ajustes pendientes, sobre todo en el terreno fiscal. Pero no cabe descartar nuevos impulsos a las reformas estructurales, que eleven el crecimiento potencial de las economías, si bien, como se ha visto en el caso de México, los efectos positivos podrían manifestarse a medio plazo. A más corto plazo, existe la posibilidad de que la brecha de producción se cierre más rápido de lo anticipado en algunos países, como Brasil y Chile. En la siguiente sección de este Informe se analizan con mayor detalle los principales rasgos de la evolución económica reciente y las perspectivas de las principales economías de la región.

De forma más general, la recuperación de América Latina en los últimos trimestres ilustra la importante contribución de los marcos de política monetaria y de flexibilidad cambiaria de los que se han dotado las principales economías de la región para aprovechar el actual ciclo expansivo global. Para profundizar en este aspecto, el presente Informe incluye una sección temática en la que se realiza una valoración del tono de la política monetaria en las principales economías con objetivo de inflación, sobre la base de una regla de Taylor construida a partir de la estimación de los tipos de interés naturales de esos países. A medio plazo, no obstante, los países de la región siguen sujetos a unas perspectivas de crecimiento modestas, en un escenario de términos de intercambio menos favorables que en el pasado, como ya se ha señalado, y de débil crecimiento de la productividad. Todo ello enfatiza la importancia de aquellas políticas orientadas a mejorar la eficiencia y la calidad del empleo, pero también la importancia de un crecimiento sólido y sostenible de la demanda interna. En la segunda sección temática de este informe se analizan los factores que explican la reciente fortaleza del consumo privado en México, en un contexto relativamente desfavorable.

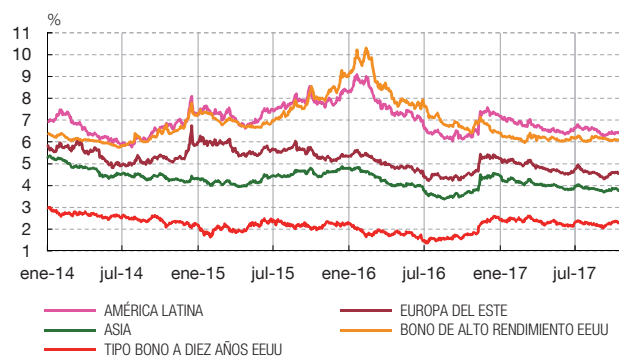
La recuperación de la economía global se intensificó a lo largo de 2017, con sorpresas positivas en el ámbito de la actividad y un mayor dinamismo del comercio internacional. Esta mejoría, aunque modesta, está siendo bastante generalizada, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, lo que ha llevado a ligeras revisiones al alza en las previsiones de crecimiento de corto plazo en los últimos meses. En el caso de Estados Unidos, donde el ciclo está más avanzado que en otros países, las revisiones han sido a la baja, al no haberse materializado todavía las medidas fiscales expansivas anunciadas por la nueva Administración de ese país. A pesar de esta mejoría en la actividad, que ha favorecido el cierre de las brechas de producción en numerosos países, persisten las bajas tasas de inflación. En este contexto, la retirada de estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal, más gradual que en ciclos anteriores, no ha deparado sorpresas para los mercados financieros.

Las condiciones en los mercados financieros globales a lo largo del período analizado, que comprende de mediados de abril a mediados de octubre, han sido muy benignas. Así, se registraron un incremento de las bolsas generalizado (de mayor entidad en Estados Unidos, mercado en el que las ratios precio-beneficio —PER— se situaron un 15 % por encima de su media histórica), un descenso de los tipos de interés a largo plazo (especialmente en Estados Unidos), hasta niveles cercanos a los de comienzos de año, y un estrechamiento adicional de los diferenciales de crédito de los segmentos con más riesgo, incluidas las economías emergentes (véase gráfico 2.1). A esto se une el mantenimiento de volatilidades implícitas muy reducidas en la mayoría de los activos, que reaccionaron con mayor suavidad que en ocasiones anteriores a los repuntes en las tensiones geopolíticas (véase gráfico 2.2). En los mercados cambiarios, la nota más destacada fue la depreciación del dólar a partir de julio, al reducirse las divergencias en las expectativas de política monetaria entre las economías avanzadas. Esta tendencia revirtió, en parte, hacia finales de septiembre, tras la reunión del FOMC de la Reserva Federal, que emitió un mensaje algo más restrictivo de lo esperado, y la presentación de una propuesta de reforma fiscal conjunta de la Administración Trump y los republicanos de las dos cámaras legislativas. No obstante, los repuntes de los diferenciales soberanos, retrocesos de las bolsas y depreciaciones del tipo de cambio fueron muy ligeros, y a partir de la segunda semana de octubre se retomaron las tendencias previas.

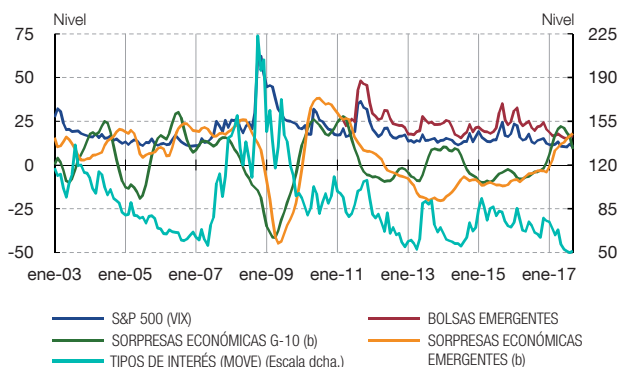
En el caso de los mercados emergentes, el contexto de baja volatilidad y apetito por el riesgo elevó el atractivo y la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* (véase gráfico 2.3) e impulsó la entrada de capitales de cartera (véase gráfico 2.4), la apreciación de las divisas, descensos de los diferenciales soberanos —en algún caso, hasta niveles cercanos a mínimos históricos— y un fuerte aumento de las bolsas. Igualmente, las emisiones de renta fija crecieron significativamente, superando entre enero y septiembre en más de un 30 % a las observadas en el mismo período de 2016. En estas colocaciones destacaron las realizadas por empresas inmobiliarias de China y Hong Kong, tras las medidas macroprudenciales adoptadas por las autoridades chinas para limitar el crecimiento del crédito interno, y la vuelta a los mercados de gobiernos o empresas de países con baja calificación crediticia. Al igual que en trimestres precedentes, la demanda de este tipo de activos superó con creces a la oferta. Este comportamiento se produjo, además, a pesar del aumento del riesgo político en algunos mercados emergentes y de los recortes de la calificación soberana por parte de alguna de las tres principales agencias (Chile, Venezuela, Ecuador, Turquía, China, Hong Kong, Sudáfrica y Arabia Saudita han visto recortada su calificación soberana desde comienzos de año).

Los mercados latinoamericanos fueron de los más beneficiados por esta búsqueda de rentabilidades, al estar sus tipos de interés internos en niveles relativamente elevados. Los

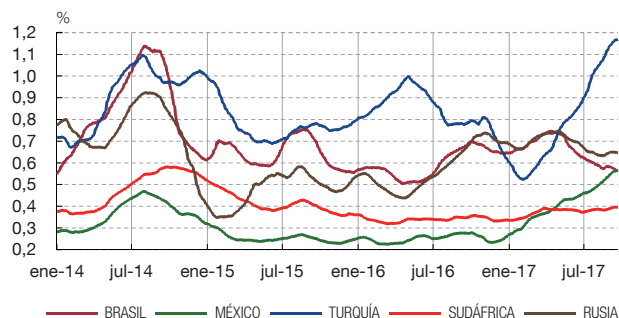
1 TIPOS DE INTERÉS (a)



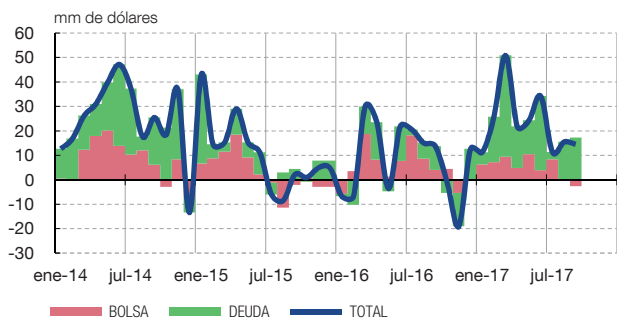
2 VOLATILIDAD Y SORPRESAS ECONÓMICAS



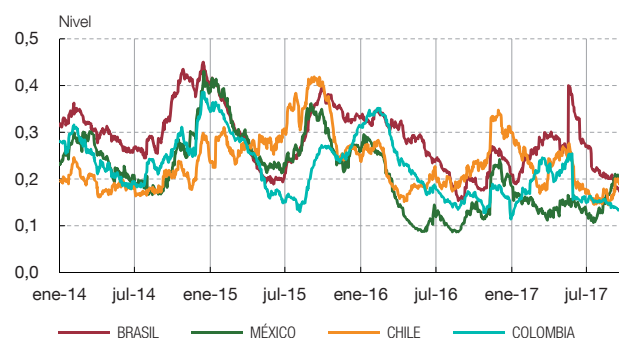
3 INDICADOR DE RENTABILIDAD DE LAS OPERACIONES DE CARRY TRADE (c)



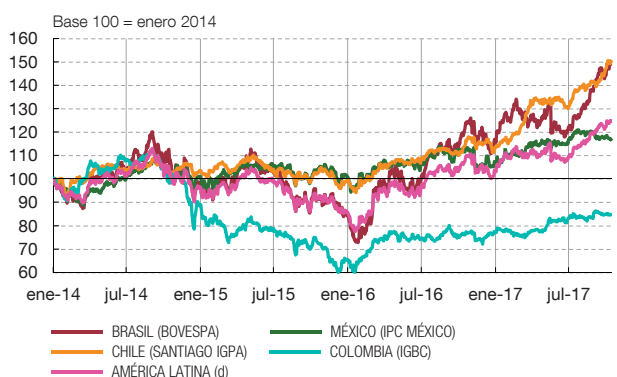
4 FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA A MERCADOS EMERGENTES



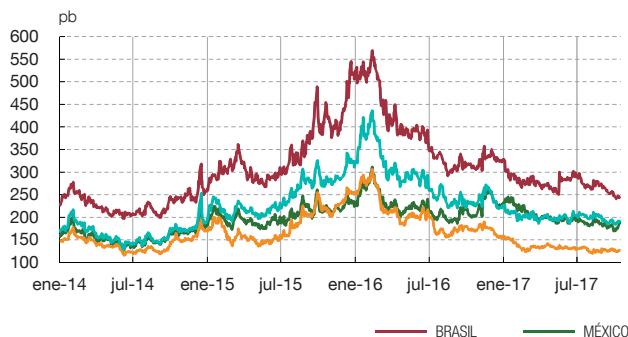
5 ÍNDICES DE TENSIONES FINANCIERAS



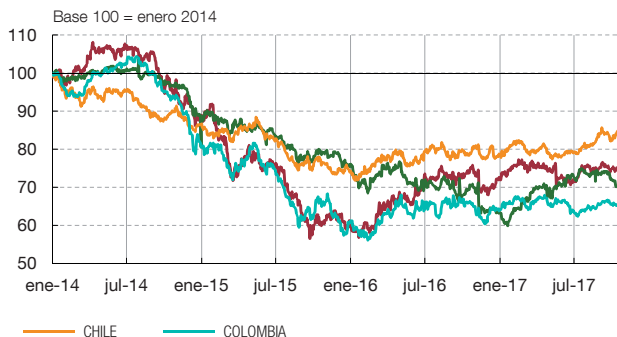
6 ÍNDICES DE BOLSA



7 DIFERENCIALES SOBERANOS



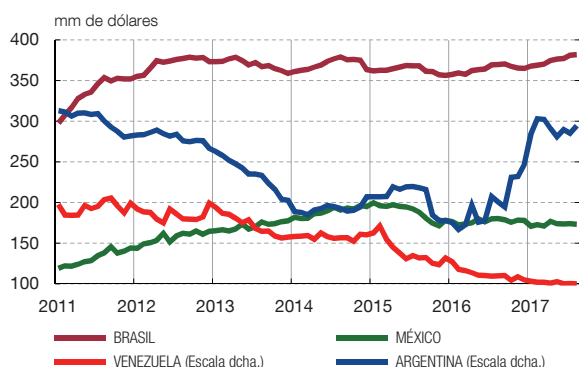
8 TIPO DE CAMBIO NOMINAL FRENTE AL DÓLAR



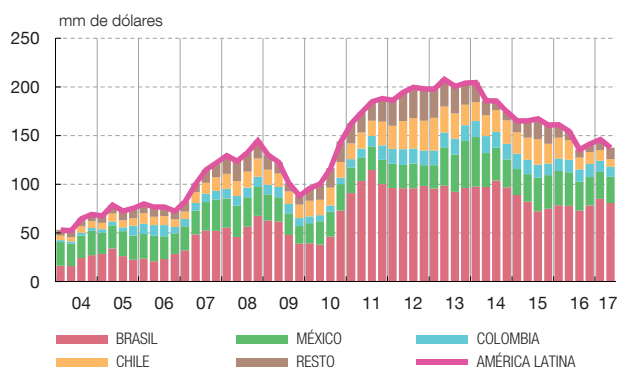
FUENTES: Banco de España, Datastream, IIF y JP Morgan.

- a Los tipos de América Latina, Asia y Europa del Este se han construido sumando el tipo del bono a diez años de Estados Unidos y los diferenciales del EMBI.
b Índice de sorpresas económicas de Citigroup.
c Diferencial de tipos de interés a corto plazo con Estados Unidos estandarizado por la volatilidad de los tipos de cambio futuros a un mes de cada moneda frente al dólar.
d Índice MSCI de América Latina en moneda local.

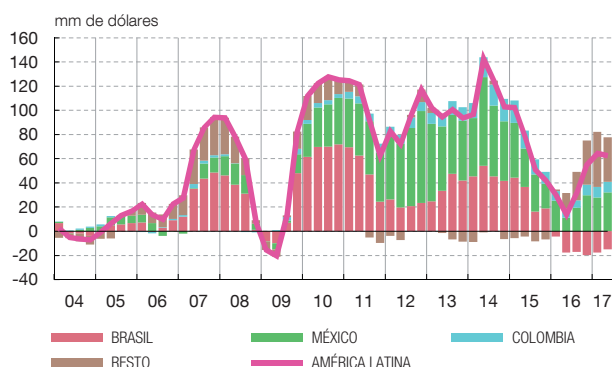
1 AMÉRICA LATINA: RESERVAS INTERNACIONALES



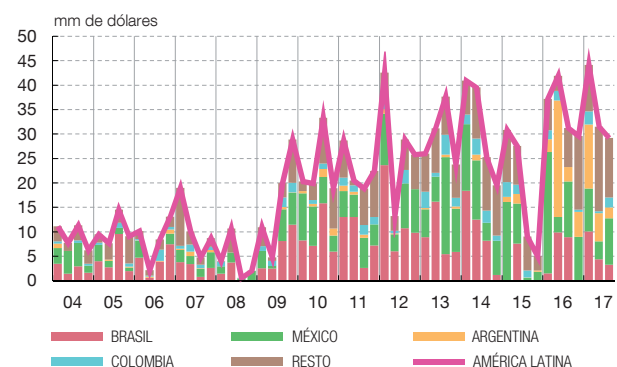
2 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA (a)



3 AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA (a)



4 AMÉRICA LATINA: EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



FUENTES: Datastream, Dealogic, IIF, JP Morgan, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

a Acumulado de cuatro trimestres.

indicadores de tensiones financieras se situaron en niveles reducidos (véase gráfico 2.5), con alguna reacción derivada de tensiones políticas idiosincrásicas, que rápidamente revirtieron. El MSCI de América Latina aumentó, entre mayo y septiembre de 2017, un 15 %, movimiento similar al del índice correspondiente de Asia (14 %) y por encima del de Europa del Este (5 %) (véase gráfico 2.6). Los mayores incrementos se registraron en las bolsas de Perú y de Brasil, que fue el mercado que más ganó desde finales de abril entre los grandes emergentes, y ello a pesar del deterioro adicional del entorno político, de la paralización de alguna de las reformas anunciadas tras el cambio de gobierno, y del desajuste de los objetivos fiscales. Por el contrario, la bolsa de México aumentó solo ligeramente desde mayo, lastrada por el anuncio de políticas de la nueva Administración de Estados Unidos, a pesar de que la elevada rentabilidad de su *carry trade* (véase gráfico 2.3) y del incremento del precio del crudo desde finales de agosto.

Por su parte, los diferenciales soberanos se redujeron desde finales de abril en los países latinoamericanos, en línea con lo sucedido en el del resto de emergentes, con la excepción del aumento registrado por la prima de riesgo de Venezuela [de los 2.100 puntos básicos (pb) de mayo a los 3.200 pb de septiembre]. La caída de las reservas internacionales en este país hasta mínimos históricos (apenas 10 mm de dólares) (véase gráfico 3), el deterioro del ambiente político, las sanciones impuestas por Estados Unidos y la caída de la actividad, junto con las elevadísimas tasas de inflación, llevaron a recortes adicionales de su calificación crediticia y a que los mercados descontasen una probabilidad

muy elevada de impago, incluso en los plazos más cortos. En el resto de países, los diferenciales cayeron entre 40 pb (Argentina) y 15 pb (Perú), y en algunos casos se alcanzaron mínimos desde el verano de 2014, tras el primer desplome de los precios del petróleo (véase gráfico 2.7). Finalmente, las divisas latinoamericanas, se apreciaron frente al dólar desde comienzos de mayo, y de manera más acusada a partir de julio, con la excepción del peso argentino (véase gráfico 2.8). La apreciación nominal observada desde comienzos de 2017 se ha traducido en una apreciación efectiva real, especialmente notable en el caso de México.

Las entradas de inversión extranjera directa (IED) en la región disminuyeron notablemente en la primera mitad de 2017, de forma que el semestre se cerró con 5,8 mm de dólares menos que en los seis primeros meses de 2016 (véase gráfico 3.2). Por países, las caídas más acusadas se registraron en México, Colombia y, especialmente, Chile, que mostró una cifra ligeramente negativa por primera vez desde 1976. Por el contrario, la IED en Brasil aumentó gracias a los sectores financieros y de generación de electricidad. Por su parte, las entradas de cartera en el primer semestre crecieron en casi 10 mm de dólares en comparación con el año previo. Argentina (6,4 mm de dólares más que en el mismo semestre de 2016) y México fueron las más beneficiadas, mientras que en Brasil las salidas de capitales del mercado de deuda interno se moderaron. En los mercados primarios se registró una ligera caída de las colocaciones acumuladas en los nueve primeros meses del año respecto a los mismos meses de 2016 (véase gráfico 3.4), debido a la moderación de los meses de verano. Las menores colocaciones de Argentina y, especialmente, de México contrastaron con el aumento de países menos habituales, como Chile (10,6 mm más). Las condiciones de financiación apenas variaron en el período analizado. Por monedas, las colocaciones en euros disminuyeron hasta el 7 % del total, frente al 13 % en el mismo período de 2016. Cabe destacar, por último, que las entradas de capitales de cartera permitieron seguir acumulando reservas internacionales de divisas, hasta alcanzar nuevos máximos históricos en algún caso (véase gráfico 3.1), tras haberse reducido a lo largo de 2016.

ACTIVIDAD Y DEMANDA

El crecimiento del PIB agregado de las principales economías latinoamericanas en los dos primeros trimestres de 2017 (tasas intertrimestrales del 0,7 % y del 0,5 %, respectivamente) estuvo por encima del registrado en la segunda mitad de 2016 (0,2 %). La ligera desaceleración del segundo trimestre se explica por el comportamiento excepcional de la economía brasileña en el primer trimestre del año (con un crecimiento intertrimestral del 1 %), impulsado por la actividad agrícola (véanse cuadro 1 y gráfico 4). En todo caso, se sigue observando una elevada heterogeneidad entre los ritmos de crecimiento de los países de la región. Así, mientras que Brasil salió de la recesión, como había hecho Argentina en la segunda mitad de 2016, la economía mexicana registró tasas de crecimiento ligeramente inferiores a las del segundo semestre de 2016, y la actividad en Chile, Colombia y Perú se recuperó en el segundo trimestre, tras la debilidad mostrada en los dos trimestres anteriores. Por su parte, pese a no disponer de datos oficiales, todos los indicadores señalan que Venezuela prolongó su fuerte recesión.

En Brasil, el consumo privado se recuperó, apoyado en la fuerte caída de la inflación —que permitió un aumento de los salarios reales—, en la reducción de los tipos de interés oficiales —600 pb desde octubre de 2016— y, de forma transitoria, en la decisión del Gobierno de permitir a los hogares acceder a sus fondos de pensiones. La inversión, sin embargo, continuó contrayéndose (ha caído cerca de un 30 % en este ciclo), al igual que el consumo público. El sector exterior tuvo una contribución positiva al crecimiento en el segundo trimestre, debido a la contracción de las importaciones.

	2015	2016	2015		2016				2017		2017
			III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	Septiembre
PIB (tasa intertrimestral) (a)											
América Latina-6 (b)			-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	0,2	0,2	0,7	0,5	
Argentina			0,1	-0,8	-0,9	-2,0	0,0	1,0	1,2	0,7	
Brasil			-1,4	-0,9	-1,0	-0,4	-0,6	-0,5	1,0	0,2	
México			0,6	0,4	0,4	0,1	1,0	0,7	0,7	0,6	
Chile			0,6	0,5	0,7	-0,3	0,8	-0,4	0,1	0,7	
Colombia			1,2	0,5	0,1	0,7	-0,1	0,9	-0,3	0,7	
Perú			0,3	2,9	-0,1	0,6	1,9	0,1	0,2	0,7	
PIB (tasa interanual)											
América Latina-6 (b)	-0,1	-0,6	-0,2	-0,9	-1,0	-0,7	-0,6	-0,2	0,9	1,2	
Argentina	2,7	-2,3	3,8	2,7	0,6	-3,7	-3,7	-1,9	0,4	2,7	
Brasil	-3,8	-3,6	-4,5	-5,8	-5,4	-3,6	-2,9	-2,5	-0,4	0,3	
México	2,7	2,3	2,8	2,5	2,2	2,6	2,0	2,3	2,8	1,8	
Chile	2,3	1,6	2,4	1,9	2,5	1,7	1,8	0,5	0,1	0,9	
Colombia (a)	3,1	2,0	3,2	3,4	2,5	2,5	1,2	1,6	1,2	1,3	
Perú	3,3	4,0	3,3	4,6	4,6	3,8	4,7	3,0	2,1	2,5	
IPC (tasa interanual)											
América Latina-5 (b)	6,1	6,1	6,3	6,7	6,8	6,3	6,1	5,3	4,7	4,4	3,9
Brasil	9,0	8,7	9,5	10,4	10,1	9,1	8,7	7,0	4,9	3,6	2,5
México	2,7	2,8	2,6	2,3	2,7	2,6	2,8	3,2	5,0	6,1	6,3
Chile	4,3	3,8	4,8	4,1	4,6	4,2	3,5	2,8	2,8	2,3	1,4
Colombia	5,0	7,5	4,9	6,4	7,7	8,2	8,1	6,1	5,1	4,3	4,0
Perú	3,5	3,6	3,8	4,1	4,5	3,6	3,0	3,3	3,4	3,2	2,9
Saldo presupuestario (% del PIB) (c)											
América Latina-6 (b)	-6,1	-5,7	-5,4	-6,1	-5,7	-5,6	-5,6	-5,7	-5,3	-5,7	
Argentina	-3,9	-4,5	-3,6	-3,9	-3,2	-3,6	-3,6	-4,5	-4,7	-5,4	
Brasil	-10,2	-9,0	-9,0	-10,2	-9,6	-9,8	-9,3	-9,0	-9,1	-9,5	
México	-3,0	-3,1	-2,6	-3,0	-3,0	-2,0	-2,7	-3,1	-1,4	-2,0	
Chile	-2,2	-2,7	-2,1	-2,2	-1,7	-1,8	-2,5	-2,7	-3,4	-2,9	
Colombia	-3,1	-3,8	-2,8	-3,1	-3,1	-3,2	-3,9	-3,8	-4,2	-4,0	
Perú	-2,9	-2,6	-2,1	-2,9	-3,2	-3,2	-3,2	-2,6	-2,8	-3,2	
Deuda pública (% del PIB)											
América Latina-6 (b)	51,1	54,9	50,6	51,1	51,6	53,4	54,3	54,9	54,9	—	
Argentina	35,3	50,6	38,7	35,3	38,8	41,6	44,7	50,6	50,1	—	
Brasil	65,5	69,9	63,6	65,5	66,3	67,5	69,9	69,9	71,2	73,1	
México	46,2	50,8	45,6	46,2	47,9	48,0	49,3	50,8	48,7	47,5	
Chile	17,4	21,3	16,7	17,4	18,4	19,4	20,4	21,3	21,6	23,1	
Colombia	41,4	42,5	43,1	41,4	42,3	41,7	41,8	42,5	42,9	43,1	
Perú	23,3	23,8	21,1	23,3	22,8	22,2	22,7	23,8	22,9	24,1	
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (c)											
América Latina-6 (b)	-3,3	-2,1	-3,5	-3,3	-2,9	-2,6	-2,3	-2,0	-2,0	-1,7	
Argentina	-2,7	-2,7	-2,3	-2,7	-2,8	-2,9	-2,8	-2,7	-2,9	-3,4	
Brasil	-3,3	-1,3	-4,0	-3,3	-2,5	-1,8	-1,4	-1,3	-1,1	-0,7	
México	-2,5	-2,2	-2,3	-2,5	-2,5	-2,6	-2,5	-2,2	-2,2	-1,7	
Chile	-1,9	-1,4	-1,6	-1,9	-2,0	-2,2	-1,9	-1,4	-2,0	-2,2	
Colombia	-6,4	-4,3	-6,7	-6,4	-6,0	-5,6	-4,9	-4,3	-4,2	-4,1	
Perú	-4,8	-2,7	-4,7	-4,8	-4,5	-4,3	-3,6	-2,7	-2,0	-1,3	
Deuda externa (% del PIB)											
América Latina-6 (b)	34,4	37,0	32,3	34,2	37,0	38,6	38,0	36,9	36,0	—	
Argentina	26,5	34,5	27,7	26,5	29,1	31,1	33,1	34,6	36,0	—	
Brasil	37,0	37,3	33,3	36,5	39,8	41,9	40,0	37,1	34,9	33,4	
México	25,9	30,1	24,9	25,9	28,5	29,7	29,9	30,1	30,5	30,5	
Chile	65,1	66,3	63,8	65,0	67,7	69,3	68,3	66,2	64,2	—	
Colombia	37,9	42,5	34,7	37,8	40,9	42,8	42,0	42,4	40,9	40,0	
Perú	38,1	38,2	37,0	38,1	39,5	39,1	38,9	38,2	37,5	38,4	

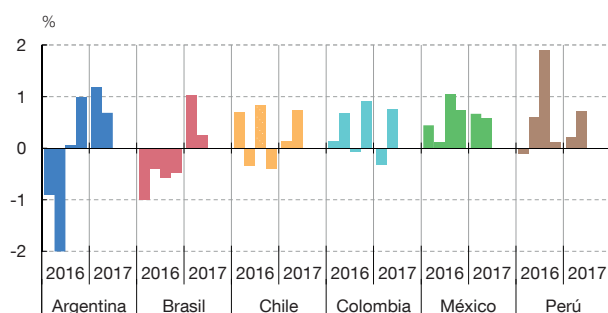
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Series ajustadas de estacionalidad.

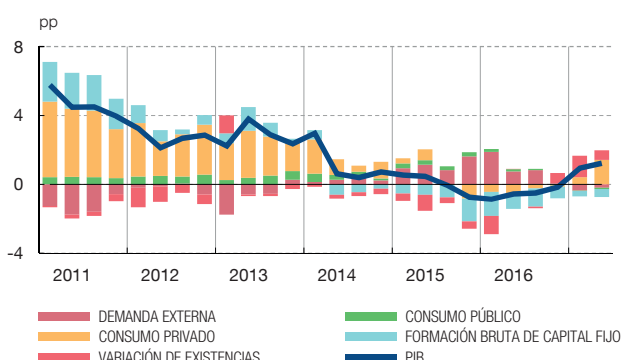
b América Latina-6: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. América Latina-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

c Media móvil de cuatro trimestres.

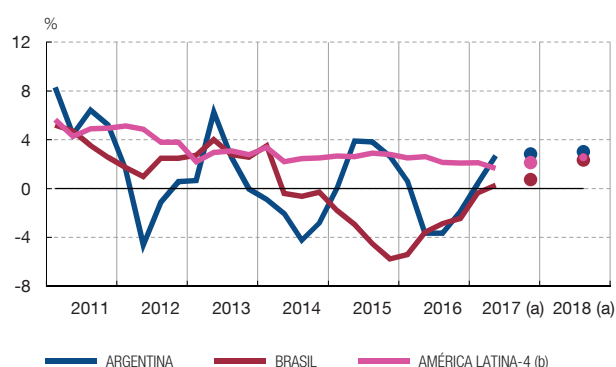
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



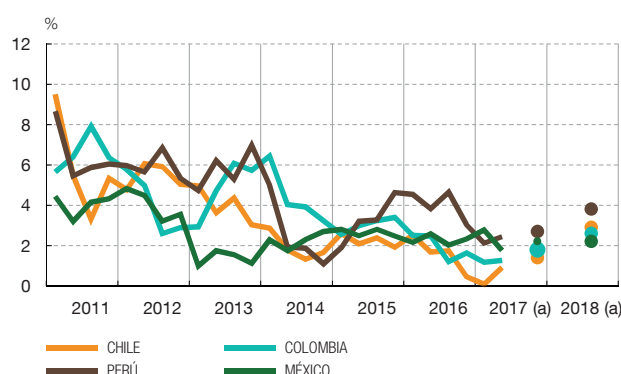
2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB.
AMÉRICA LATINA-6



3 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



4 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



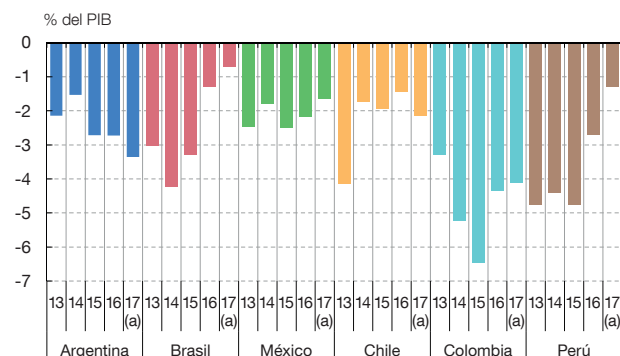
FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

- a Los puntos representan las previsiones de septiembre de 2017 de *Latin American Consensus Forecasts* para 2017 y 2018.
b México, Chile, Colombia y Perú.

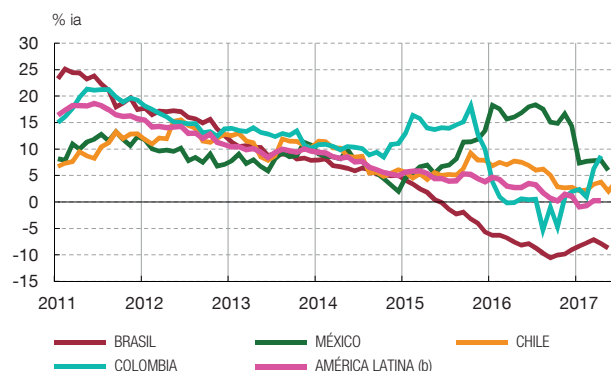
La economía mexicana sorprendió favorablemente, puesto que se esperaba una mayor desaceleración de la actividad, debido a la incertidumbre generada tras las elecciones presidenciales en Estados Unidos y al carácter más restrictivo de las políticas fiscal y monetaria. En concreto, el crecimiento intertrimestral fue del 0,7 % y del 0,6 % en los dos primeros trimestres del año, respectivamente. Por componentes, destaca la resistencia del consumo privado, que se analiza de forma más detenida en la última sección del presente artículo. Este comportamiento se relaciona con el aumento de las remesas provenientes de Estados Unidos (que están en máximos históricos), el crecimiento del crédito al sector privado (que viene moderándose, pero crece aún a tasas de dos dígitos) y la mejora del mercado laboral. Por el momento, los efectos —en principio, transitorios— del elevado repunte de la inflación y su impacto sobre los salarios reales no están afectando al consumo de forma significativa. Por el contrario, el resto de componentes de la demanda interna mantiene una persistente debilidad.

La economía argentina, que salió de la recesión en la segunda mitad de 2016, también empezó a registrar tasas de crecimiento interanual positivas en la primera mitad del año. La demanda interna creció a tasas cercanas al 5 % interanual en el segundo trimestre, con aportaciones positivas al crecimiento de todos los componentes que mostraron una fortaleza creciente. Sin embargo, la aportación de la demanda externa neta fue negativa, en parte por la caída de las exportaciones.

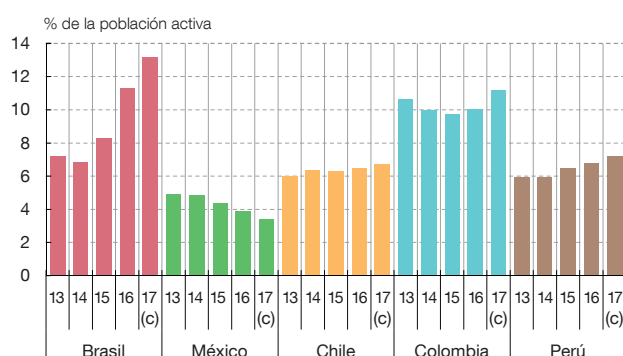
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



2 VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



3 TASA DE PARO



4 ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



FUENTE: Datastream.

- a Suma de cuatro trimestres, hasta el segundo de 2017.
 b Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
 c Promedio enero-julio de 2017.
 d Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.
 e Brasil, Chile, México y Perú.

En Chile, el deterioro de la actividad alcanzó un punto de inflexión en el primer trimestre del año. La mejoría posterior vino explicada por el consumo, tanto privado como público, puesto que la inversión y la demanda exterior neta, notablemente afectada por la caída de las exportaciones derivada en parte de las huelgas en la industria minera, continuaron lastimando la actividad. Por su parte, durante el primer semestre del año la actividad económica en Colombia prosiguió la senda de desaceleración que inició con el desplome del precio del petróleo, a finales de 2014, si bien la secuencia de tasas de crecimiento indica que este declive habría tocado fondo, con un crecimiento del $-0,3\%$ intertrimestral en el primer trimestre y del $0,7\%$ en el segundo. No obstante, una parte importante de ese repunte vino explicado por el consumo público. Por último, en Perú el dinamismo de las exportaciones hizo que el PIB mejorara su comportamiento en el segundo trimestre del año, tras dos trimestres de debilidad, asociada a factores climáticos que provocaron inundaciones, y a escándalos de corrupción que tuvieron un efecto negativo sobre el gasto público.

A escala agregada, cabe destacar que la demanda interna pasó a tener una contribución positiva al crecimiento regional en la primera mitad de 2017. El consumo privado se aceleró notablemente, de forma que en el segundo trimestre de 2017 su tasa de crecimiento se situó por encima de la del PIB. Esta mejora se produjo a pesar de que las tasas de paro aumentaron en casi todos los países de la región en la primera mitad de 2017 (véase gráfico 5). Por su parte, la inversión continuó reduciéndose en el conjunto del área.

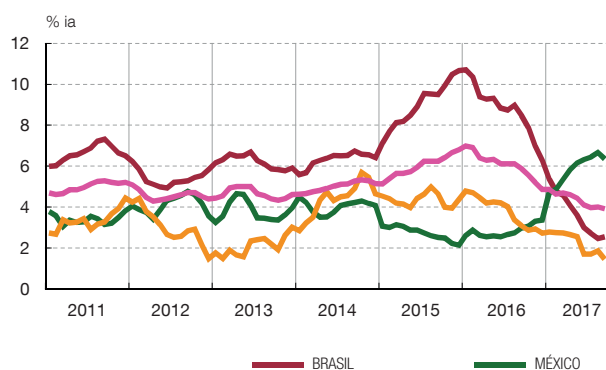
La contribución de la demanda externa neta presentó mayor heterogeneidad entre los países. De hecho, en la primera mitad de 2017 los países de América Latina siguieron corrigiendo sus desequilibrios exteriores, con las excepciones de Argentina, por el empeoramiento de la balanza comercial, y de Chile (véase gráfico 5). Cabe destacar de nuevo la corrección del déficit por cuenta corriente en Brasil, que se situó en el 0,7 % del PIB en el segundo trimestre de 2017, el más bajo desde el primer trimestre de 2008, y también en Perú. Por otra parte, a pesar del notable descenso, Colombia todavía registró un déficit del 3,5 % en ese segundo trimestre. Centrando la atención en la balanza comercial, cabe señalar que si bien los ajustes se iniciaron en general por una compresión de las importaciones, fruto del ajuste de la demanda interna, posteriormente se ha observado un mayor dinamismo de las exportaciones. Este es atribuible, en parte, a una mejora en los términos de intercambio y, en parte también, a los efectos retardados de la depreciación de las monedas en años anteriores. Salvo en Colombia y Argentina, los flujos netos de inversión extranjera directa han permitido financiar los déficits por cuenta corriente, destacando los casos de Brasil y Chile.

Los modelos de predicción de corto plazo, basados en los indicadores más actualizados, apuntan a un mantenimiento del ritmo de avance en la segunda mitad del año. Además, habrían desaparecido algunos factores extraordinarios que limitaron el crecimiento en la primera mitad del año, como las huelgas mineras en Chile, los fenómenos climáticos en Perú o el impacto de la elevación del tipo impositivo del IVA en Colombia. La excepción sería México, donde la erosión de la renta disponible real por el aumento transitorio de inflación podría inducir un menor dinamismo del consumo privado, sin que otros componentes del gasto tomen el testigo.

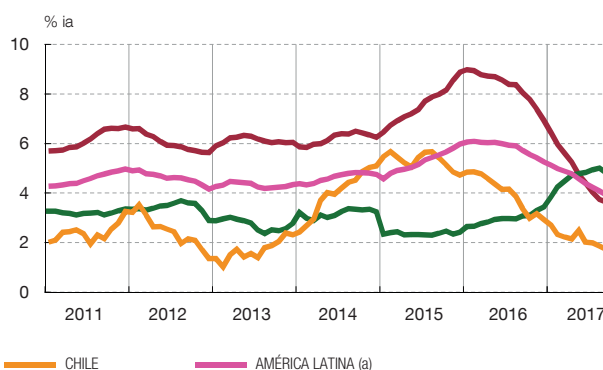
En los últimos seis meses, la inflación en la región siguió una senda descendente, con las excepciones de México, donde aumentó sustancialmente, y Perú, donde se mantuvo estable (véase gráfico 6). Esto permitió una convergencia hacia los objetivos de los bancos centrales, llegando incluso a situarse, de forma transitoria, por debajo del límite inferior del intervalo objetivo en los casos de Brasil y Chile (véase cuadro 2). Esta desaceleración se debió principalmente a la estabilización de los tipos de cambio, tras las fuertes depreciaciones experimentadas entre mediados de 2014 y principios de 2016, a la evolución de los precios de los alimentos y, en Brasil, a los cambios en los precios regulados. En México, la inflación ha seguido aumentando, alejándose de su objetivo, impulsada por el efecto prolongado de la depreciación pasada del peso y por el aumento del precio de las gasolinas, debido, en parte, a cambios en su fiscalidad. En cualquier caso, no se esperan efectos relevantes de segunda vuelta, por lo que en 2018 podría volver a situarse cerca del objetivo. En Argentina, la inflación moderó su tendencia a la baja, tras el notable descenso experimentado en los primeros meses del año, y el banco central ha mostrado su preocupación por la falta de corrección del componente subyacente. Para que la inflación continúe reduciéndose es fundamental que los agentes económicos abandonen la referencia a la inflación pasada en sus procesos de toma de decisiones.

La menor inflación, en un contexto de brechas de producto negativas en Brasil, Chile, Colombia y Perú, permitió a los bancos centrales reducir los tipos de interés oficiales. En Brasil, el ciclo de recortes del tipo de interés oficial comenzó en octubre de 2016 y ha supuesto, tras los últimos cuatro recortes de 100 pb, una disminución total de 600 pb, que le ha situado en un nivel del 8,25 % (véase gráfico 6). No obstante, el banco central ha señalado ya que el ciclo de relajación monetaria está llegando a su final, que se produciría de forma gradual, con recortes de menor magnitud. El banco central de Brasil ha anunciado además una reducción del objetivo de inflación en 25 pb en 2019, hasta el 4,25 %, y en otros 25 pb en 2020, hasta el 4 %, con un mantenimiento del rango simétrico de tolerancia

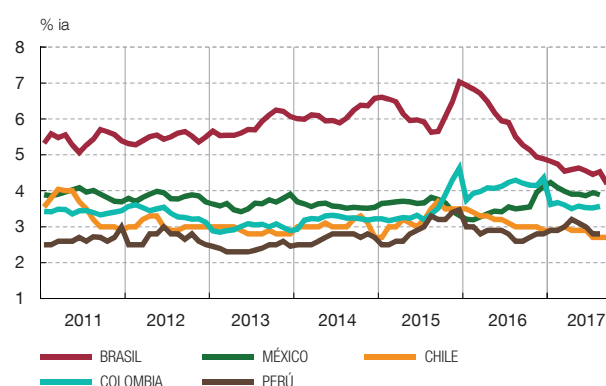
1 TASA DE INFLACIÓN



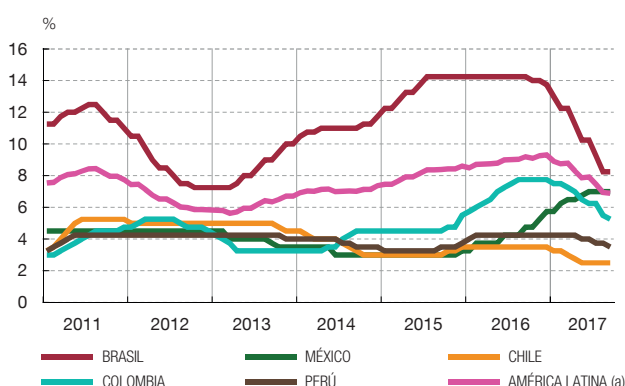
2 TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



3 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTE: Datastream.

a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

INFLACIÓN Tasas de variación interanual

CUADRO 2

País	2016			2017		2018
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Septiembre	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2 (b)	6,3	Sí	2,5	3,2	4,1
México	3 ± 1	3,4	Sí	6,3	6,3	3,8
Chile	3 ± 1	2,7	Sí	1,4	2,2	2,8
Colombia	3 ± 1	5,7	No	4,0	4,1	3,5
Perú	2 ± 1	3,2	No	2,9	2,7	2,7

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a *Consensus Forecasts* de septiembre de 2017 para final de año.

b El objetivo de inflación en Brasil para 2017 y 2018 se ha establecido en el 4,5 ± 1,5 %.

en 1,5 puntos porcentuales (pp), que pasaría a ser del 2,5 % al 5,5 % en 2020. También se ha aprobado la sustitución del tipo de interés subvencionado al que presta el banco público BNDES (TJLP) por un tipo de interés más cercano al vigente en el mercado, una medida que mejorará el mecanismo de transmisión de la política monetaria, reducirá los costes fiscales asociados a las operaciones del BNDES y, en general, favorecerá la redistribución de los recursos hacia empresas más productivas.

El ciclo de relajación monetaria iniciado por el banco central de Colombia en diciembre de 2016 ha supuesto un recorte total de 250 pb de su tipo de interés oficial, que ha quedado situado en el 5,25 %. Tras su última reunión, el Comité de Política Monetaria señaló que la desaceleración de la actividad económica habría tocado fondo y que esperaba un crecimiento superior en el segundo semestre, apuntando también al fin de las bajadas del tipo oficial. Asimismo, el fin de la relajación monetaria podría haberse alcanzado en Chile, donde el tipo de interés oficial está situado en el 2,50 %, tras una reducción de 100 pb a lo largo de este año; el último recorte tuvo lugar en la reunión de mayo, momento desde el cual el banco central ha mantenido un sesgo neutral. Finalmente, en Perú las bajadas del tipo de interés oficial se iniciaron en el pasado mes de mayo, tras una serie de reducciones en los requerimientos de reservas, y han supuesto una disminución de 75 pb, hasta el 3,50 %; en su última reunión, el banco central dejó la puerta abierta a alguna reducción adicional de 25 pb.

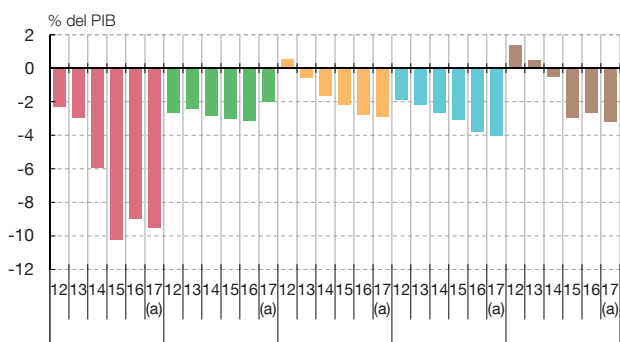
Mientras tanto, en México el proceso de endurecimiento monetario que se inició en diciembre de 2015 y que ha supuesto un incremento de 400 pb en el tipo de interés oficial, hasta situarlo en el 7 %, concluyó en junio. De cara al futuro, las variables claves que guiarán, en principio, la actuación del banco central serán: la confirmación de que la inflación inicia una senda descendente hacia el objetivo del banco central, la marcha de las negociaciones sobre el TLCAN y el ritmo de normalización monetaria en Estados Unidos. En Argentina, las expectativas de inflación apuntan a que esta variable podría terminar el año por encima del 20 %. El banco central, ante las dificultades para cumplir el objetivo de inflación establecido para finales de 2017 (12 %-17 %), ha indicado que considera conveniente mantener un tono contractivo y orientar sus decisiones a la consecución del objetivo para finales de 2018 (10 %, con bandas inferior y superior de 2 pp).

En el ámbito de la política fiscal, los déficits públicos primarios se mantienen elevados y la deuda pública en porcentaje del PIB ha seguido aumentando, con la excepción de México, donde se ha reducido, y de Argentina, donde se habría estabilizado. No obstante, en el primer semestre de 2017 se observó un crecimiento de los ingresos superior al de los gastos primarios en el conjunto de la región, por primera vez desde 2012.

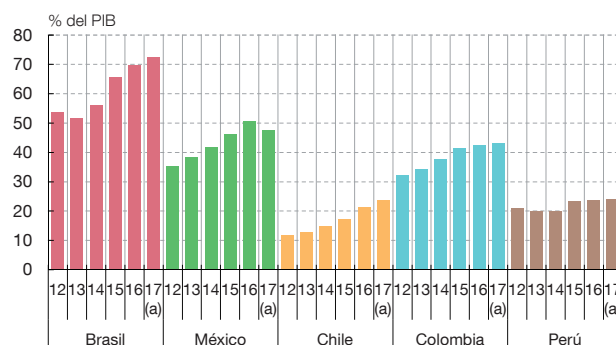
El desarrollo más reseñable durante el primer semestre de 2017 fue la significativa reducción del déficit público en México (véase gráfico 7). El saldo fiscal primario alcanzó el equilibrio en la primera mitad del año, ayudado por la extraordinaria transferencia de beneficios realizada por el banco central, de en torno al 1,5 % del PIB. En Brasil se ha reducido la probabilidad de que el Congreso apruebe la reforma de las pensiones mediante una reforma constitucional, al menos con la ambición con la que se planteó en un principio, dada la incertidumbre política asociada a la situación judicial del presidente Temer. Asimismo, el Gobierno aumentó los objetivos de déficit primario para 2017 (2,5 % del PIB), 2018 (2,3 %, 0,5 pp más) y 2019 (1,8 %, 1,3 pp más), puesto que se espera que los ingresos impositivos sean inferiores a lo previsto anteriormente, como resultado de un crecimiento proyectado más reducido, y que los ingresos procedentes de los Programas de Repatriación y de Recuperación Fiscal se sitúen también por debajo de lo esperado. Por otra parte, el Gobierno anunció la intención de reducir su participación en la principal empresa estatal de electricidad, y la privatización o concesión de una serie de activos estatales. Además, la reforma del tipo de interés del crédito subvencionado supondrá una mejora de las cuentas fiscales.

En Argentina, el enfoque gradual de ajuste fiscal parece estar funcionando (con un objetivo de déficit fiscal primario del 4,2 % para 2017), en parte gracias a los ingresos

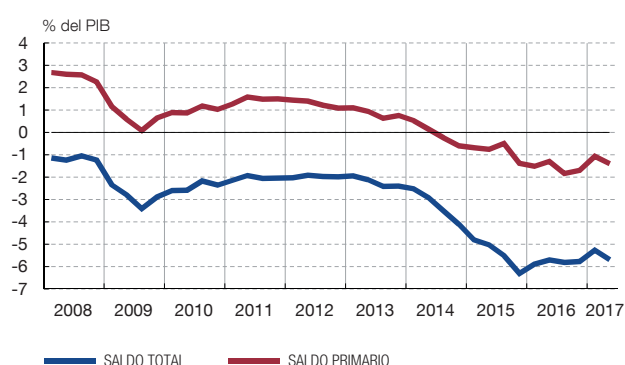
1 SUPERÁVIT O DÉFICIT PÚBLICO



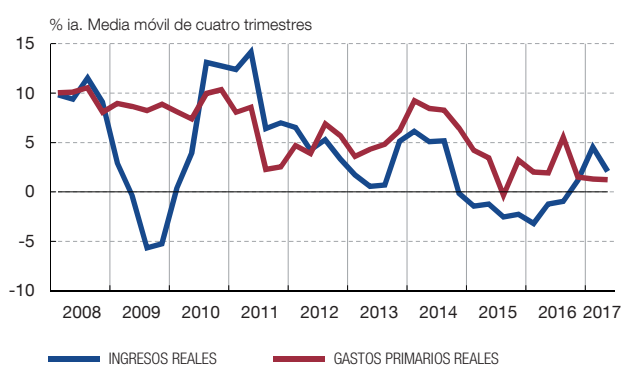
2 DEUDA PÚBLICA



3 SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (b)



4 INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES EN AMÉRICA LATINA (b)



FUENTE: Datastream.

- a Suma de cuatro trimestres, hasta el segundo de 2017.
b Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

extraordinarios procedentes de la amnistía fiscal. Sin embargo, para alcanzar el objetivo de déficit primario de 2018 (3,2 % del PIB) será necesario un ajuste mayor, que podría implicar mayores reducciones en los subsidios energéticos y de transporte, y tener un efecto negativo sobre la actividad. En Chile, el déficit fiscal se espera que se sitúe cerca del 3 % de nuevo en 2017. Esta falta de corrección, junto con el bajo crecimiento de los últimos años, llevaron a Standard & Poor's a reducir la calificación (de AA a A+) de la deuda soberana en moneda extranjera. En Colombia, tras la puesta en marcha de la reforma tributaria este año (con elevación del IVA del 16 % al 19 %, que supuso un incremento de 0,7 pp del PIB en los ingresos), se espera que se alcance la meta fiscal para el déficit estructural en 2017. Finalmente, en Perú, la necesidad de más inversión pública para reconstruir las infraestructuras dañadas por el fenómeno climático de El Niño provocó que el Gobierno invocara la cláusula de escape en la regla fiscal y aumentara el objetivo de déficit fiscal para 2017 (del 2,5 % al 3 % del PIB) y 2018 (del 2,3 % al 3,5 %).

PERSPECTIVAS

Las perspectivas para la región apuntan a un crecimiento moderado en 2017, que se situaría, de acuerdo con las previsiones de consenso, en el 1,6 %, tras el -0,6 % registrado en 2016. Este comportamiento viene explicado principalmente por las recuperaciones de Argentina y Brasil, que más que compensan los ligeros descensos en las tasas de crecimiento en Chile, Colombia y México, y la mayor reducción en Perú (véase gráfico 1). De esta manera, se produciría una reducción de la dispersión entre las tasas de crecimiento,

cuyo rango pasaría de 7,6 pp en 2016 a 2,1 pp, con los seis países considerados creciendo a tasas positivas. En 2018, la actividad en la región mantendría ritmos de avance intertrimestral no muy alejados de los actuales, con lo que la tasa anual se elevaría hasta el 2,4 %. Cabe señalar, no obstante, que estos ritmos de crecimiento son insuficientes todavía para avanzar de forma significativa en el proceso de convergencia con los países más avanzados. En Venezuela, la recesión continuará en un contexto de profunda crisis social e institucional. En el terreno de la inflación, se contempla, en general, la convergencia hacia los objetivos de los bancos centrales: en Brasil y Chile, como consecuencia del aumento de la inflación, y en México, por su reducción. En los casos de Colombia y Perú, la inflación podría situarse en 2018 cercana a los límites superiores del intervalo objetivo.

El balance de riesgos sobre el crecimiento se mantiene sesgado a la baja. En el ámbito externo, la principal fuente de preocupación es una posible reversión en los flujos de capitales por un aumento de la aversión global al riesgo. Entre los posibles eventos que podrían desencadenar este tipo de ajuste, hay que mencionar un eventual endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos más rápido de lo esperado, la materialización de sucesos geopolíticos adversos y la posibilidad de un ajuste brusco en el proceso de reequilibrio económico en China. En el ámbito interno, el espacio fiscal del que se dispone para enfrentar posibles desaceleraciones de la actividad es muy reducido. En este contexto, los procesos electorales previstos (entre noviembre de 2017 y octubre de 2018 se celebran elecciones presidenciales en Chile, Colombia, México y Brasil) plantean incertidumbres relacionadas con la senda de reformas y los ritmos de consolidación fiscal necesarios para frenar el aumento de la deuda pública que se está registrando en casi todos los países. Por último, cabe señalar que la situación política en Venezuela es extremadamente delicada.

Tipos de interés naturales y el tono de la política monetaria en América Latina

Entre 2014 y 2016, los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia y Perú², todos ellos con objetivos de inflación, aumentaron los tipos de interés oficiales para afrontar el incremento de la inflación. Estas decisiones se justificaron porque los efectos de segunda ronda de las depreciaciones de sus monedas que tuvieron lugar desde mediados de 2014 hasta principios de 2016 (motivadas principalmente por la caída de los precios de las materias primas, de las que son exportadores) podían provocar efectos persistentes sobre la inflación y afectar a las expectativas de inflación y a la credibilidad del marco de política monetaria. Sin embargo, a partir del último trimestre de 2016, la inflación proyectada volvió a situarse en línea con los objetivos y, con el fin de no lastrar el crecimiento, las autoridades monetarias comenzaron a reducir los tipos de interés oficiales. El banco central de México, por el contrario, siguió aumentando los tipos de interés oficiales durante la primera mitad de 2017, pues la fuerte depreciación del peso mexicano, que se prolongó hasta principios de año, y la escalada de la inflación incrementaron los riesgos de que se produjeran efectos de segunda ronda.

A la hora de tomar sus decisiones de política monetaria, los bancos centrales se enfrentan a la incertidumbre que se asocia a la estimación de una variable no observable —el tipo de interés natural o de equilibrio— que resulta clave para valorar el tono de la política monetaria. Este tipo de interés se define como aquel que se corresponde con la actividad creciendo a su nivel potencial y con una inflación estable. El objetivo de esta sección es realizar un ejercicio de estimación de los tipos de interés naturales para los cinco países mencionados

2 No se incluye a Argentina en este apartado, ya que los datos de inflación correspondientes al período 2007-2014 no son considerados fiables por los principales organismos internacionales.

anteriormente e incorporarlos en reglas de Taylor de política monetaria, con el fin de valorar de forma más analítica su orientación.

El debate sobre el nivel del tipo de interés natural ha adquirido una creciente popularidad en las economías avanzadas. La evidencia más reciente apunta a una importante caída de este en dichas economías, que dificulta la acción de la política monetaria en un contexto de inflación baja y de tipos de interés oficiales cercanos a cero [Galesi *et al.* (2017)]. En principio, en las economías emergentes los tipos de interés de equilibrio se encuentran aún alejados de la cota cero, dado que su crecimiento potencial es más elevado que el de las economías avanzadas, al estar inmersas en un proceso de convergencia hacia niveles de renta más elevados. No obstante, la adecuada medición del tipo de interés de equilibrio tiene mucha importancia, en la medida en la que la política monetaria tiende a ser más activa, en un contexto en el que los cambios estructurales relacionados con la fase de desarrollo de estas economías son de calado. En particular, algunos bancos centrales de América Latina³ han mostrado su preocupación sobre la posibilidad de que el tipo de interés natural haya podido caer significativamente por la revisión a la baja del crecimiento potencial que habría venido motivada por el menor crecimiento de la productividad, en parte explicada por la caída del precio de las materias primas [Kataryniuk y Martínez-Martín (2017)], la transición demográfica y el cambio tecnológico.

Para el cálculo del tipo de interés natural, la metodología habitualmente utilizada consiste en la estimación de un modelo semiestructural, siguiendo el trabajo de Holston *et al.* (2016). En el modelo, se estiman conjuntamente una curva de Phillips tradicional —ecuación [1]—, que relaciona la inflación subyacente observada (π) con la inflación esperada (π^e) y la brecha de producción (γ), y una curva de tipo IS —ecuación [2]—, que vincula la brecha de producción con la diferencia entre el tipo de interés natural r^* y el tipo de interés real r .

$$\pi_t = b_1 \pi_t^e + b_2 \gamma_{t-1} + \varepsilon_{t,\pi} \quad [1]$$

$$\gamma_t = \alpha_1 \gamma_{t-1} + \alpha_2 \gamma_{t-2} + \frac{\alpha_3}{2} \sum_{j=1}^2 (r_{t-j} - r_{t-j}^*) + \varepsilon_{t,\gamma} \quad [2]$$

En este contexto, el tipo de interés natural se define como la suma del crecimiento potencial de la economía y un componente no observado, que se vincula a cambios tecnológicos, demográficos, institucionales o, en el caso de economías emergentes, a la percepción del riesgo y al tipo de cambio⁴ (en la medida en la que estos factores no sean captados por el crecimiento potencial y afecten al tipo de interés natural)⁵.

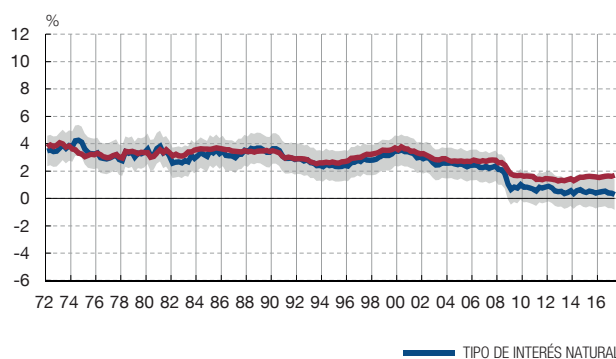
Los resultados de la estimación de este modelo para un conjunto de economías desarrolladas muestra que el tipo de interés natural se venía reduciendo en las décadas previas a la crisis financiera internacional y que se produjo un brusco descenso tras ella (véase gráfico 8). Para las economías emergentes —y, en concreto, para América Latina—, la

3 Véanse, por ejemplo, las actas de la 208.ª Reunión del Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (COPOM), julio de 2017, donde se señalaba que «El COPOM enfatiza que la extensión del ciclo de relajación monetaria dependerá de factores cíclicos y de las estimaciones del tipo de interés estructural de la economía brasileña».

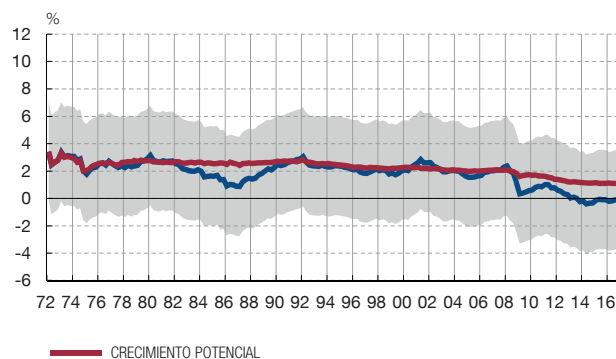
4 Véase Carrillo *et al.* (2017).

5 En una economía emergente pequeña y abierta, el tipo de interés debe cumplir la condición de paridad cubierta de tipos de interés: el tipo de interés local, que incluye una prima de riesgo, es igual al tipo de interés global más los movimientos del tipo de cambio real. En este ejercicio no se incluyen estos factores en la estimación de la curva IS, para mantener la comparabilidad con los resultados de las economías avanzadas.

1 ESTIMACIONES DE TIPO DE INTERÉS NATURAL EN ESTADOS UNIDOS



2 ESTIMACIONES DE TIPO DE INTERÉS NATURAL EN EL ÁREA DEL EURO



FUENTE: Holston *et al.* (2016). Se muestran bandas de una desviación estándar para el tipo de interés natural.

evidencia disponible también apunta a una reducción [Magud y Tsounta (2012)], aunque partiendo de niveles muy superiores. Este descenso estaría relacionado con el tránsito a un régimen de objetivos de inflación y de mayor estabilidad macroeconómica. Además, el tipo de interés de países emergentes abiertos a los mercados financieros internacionales está influido por el tipo de interés global, que, como se ha señalado, ha tendido a reducirse.

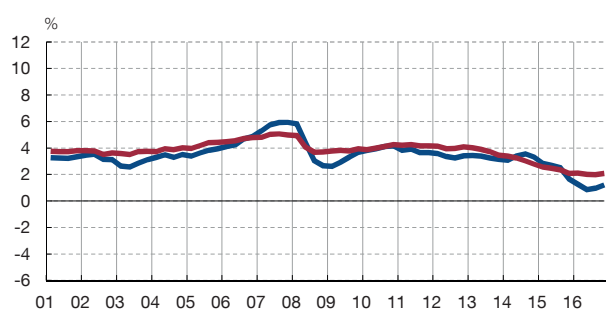
Como se puede apreciar en el gráfico 9, en la muestra más reciente, y especialmente desde 2014, los países de América Latina, con la excepción de México, han visto cómo disminuía su tipo de interés natural, principalmente como consecuencia del descenso del crecimiento potencial. Esta situación es más patente en Chile, Colombia y Perú, mientras que en Brasil la estimación del tipo de interés natural es más volátil, pues la reciente crisis ha aumentado la incertidumbre sobre las principales variables económicas. En México, a diferencia de los otros países considerados, el tipo de interés natural ha mostrado una notable estabilidad, aunque en los últimos años se ha situado en niveles inferiores a su media histórica.

Como se ha comentado anteriormente, la evolución del tipo de interés de equilibrio se ve influenciada por factores adicionales al crecimiento potencial. En concreto, en algunos países, como Colombia y Chile, se observa una correlación negativa entre la parte del tipo de interés natural no explicada por el crecimiento potencial y las desviaciones del tipo de cambio efectivo real de su nivel de largo plazo⁶. Esto sugiere que el tipo de interés de equilibrio sería sensible a cambios en variables financieras que puedan afectar a la percepción del riesgo, como sugería la condición de paridad de tipos de interés en una economía pequeña y abierta.

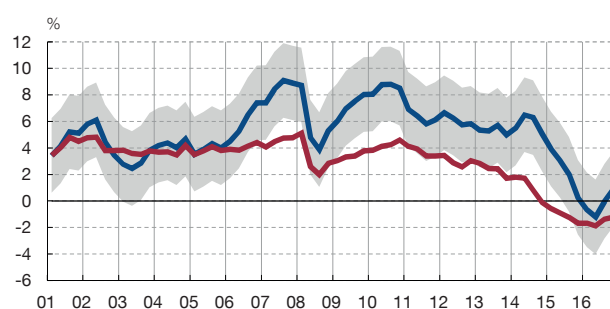
Una vez estimados los tipos de interés naturales en los cinco países estudiados, se utiliza una regla de Taylor como guía para estudiar el tono de la política monetaria [Taylor (1993)]. La regla de Taylor —ecuación [3]— establece que, en una situación con una brecha de producto negativa y/o una inflación por debajo del objetivo, un banco central debería situar el tipo de interés oficial por debajo de su nivel de equilibrio, para estimular la actividad y la inflación. Alternativamente, en presencia de una brecha de producto positiva y/o una

6 En concreto, la correlación se observa entre la brecha del tipo de cambio efectivo real (definida como su nivel actual menos su promedio histórico) y la parte del tipo de interés natural no explicada por el crecimiento potencial, de forma que depreciaciones del tipo de cambio en relación a su nivel de largo plazo están relacionadas con aumentos del tipo de interés de equilibrio.

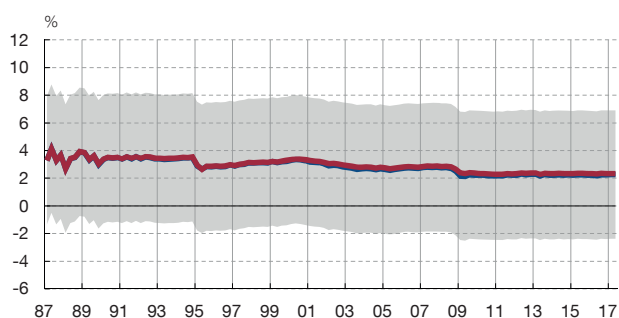
1 AMÉRICA LATINA-5 MEDIAS (a)



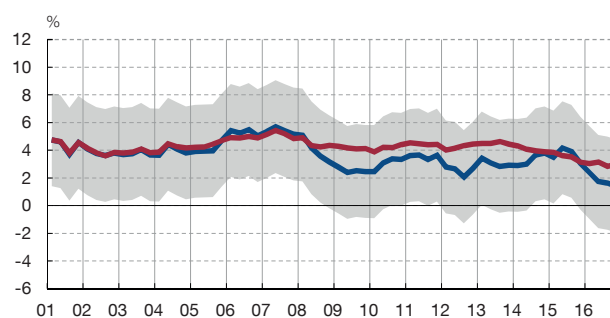
2 BRASIL



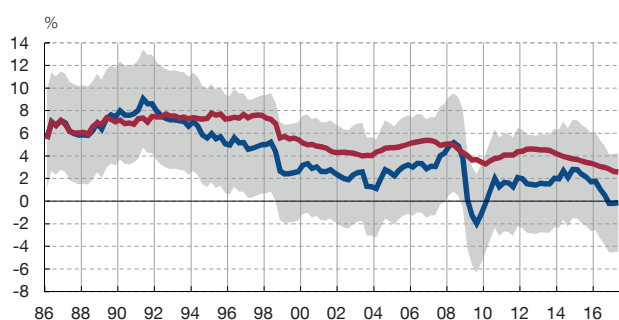
3 MÉXICO



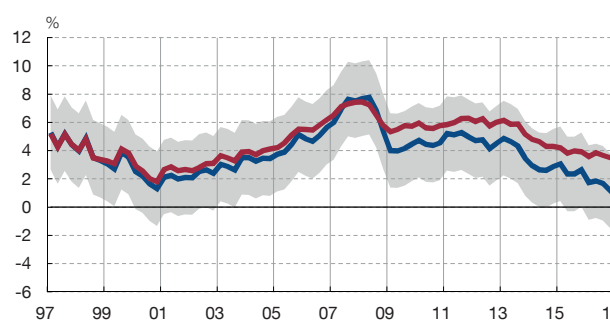
4 COLOMBIA



5 CHILE



6 PERÚ



— TIPO DE INTERÉS NATURAL — CRECIMIENTO POTENCIAL

FUENTE: Banco de España. Se muestran bandas de una desviación estándar para el tipo de interés natural.

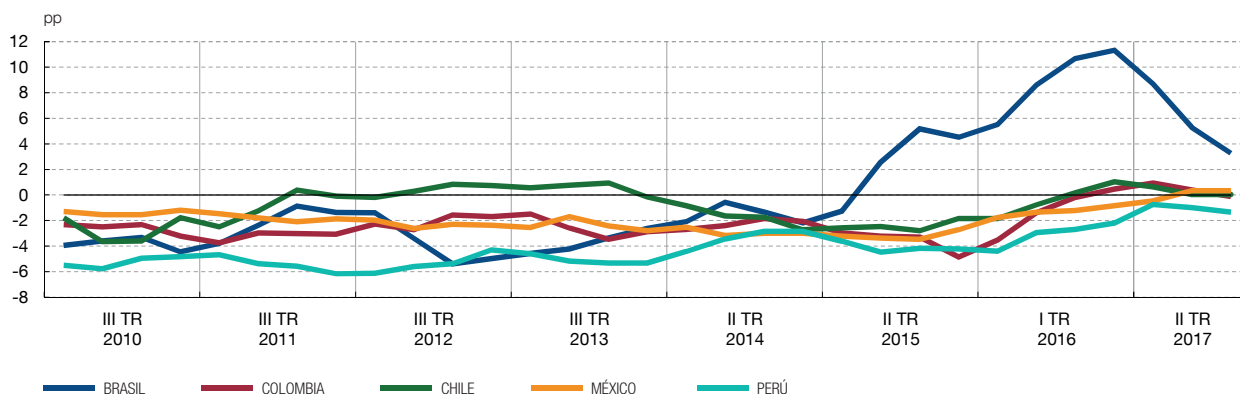
a La media de América Latina-5 es un promedio simple.

inflación superior al objetivo, el banco central tendería a situar el tipo oficial por encima del tipo natural para evitar un sobrecalentamiento.

$$i_t = \pi_t^e + r_t^* + 0,5 (\pi_t^e - \bar{\pi}) + 0,5 \gamma_t \quad [3]$$

Habitualmente, este tipo de reglas se hacen operativas asumiendo un tipo de interés natural constante, pero esta hipótesis no parece adecuada, dado el análisis anterior [véase también Carlstrom y Fuerst (2016) para el caso de Estados Unidos]. Por ello, en el análisis que se presenta a continuación se utiliza el tipo de interés natural estimado anteriormente para calcular el tipo de interés oficial que sugiere una regla de Taylor para estos cinco

DIFERENCIA ENTRE EL TIPO DE INTERÉS OFICIAL Y EL IMPLÍCITO EN LA REGLA DE TAYLOR



FUENTE: Banco de España. Se muestra la diferencia entre el tipo de interés oficial y el tipo de interés resultante de una regla de Taylor como la descrita en el texto. Valores positivos implican una política monetaria restrictiva.

países⁷. El gráfico 10 muestra que los bancos centrales de Chile, Colombia y México sitúan actualmente su tipo de interés de referencia en un nivel compatible con esta regla de Taylor. Para Perú, el ejercicio señala que, en la actualidad, la política monetaria tendría un tono acomodaticio.

En Brasil, por el contrario, la política monetaria resultaría notablemente contractiva. No obstante, la crisis sufrida por esta economía añade incertidumbre a la estimación de su crecimiento potencial, lo que afecta a su tipo de interés natural y a la brecha de producto, que es uno de los términos de la regla de Taylor. Además, algunos cambios en la economía sugieren que, en el futuro, se podrían sostener niveles de inflación más reducidos; en este sentido, el banco central ha rebajado su objetivo de inflación hasta el 4 % para 2020, un proceso desinflacionario que, como ha sucedido en otras economías de la región, podría reducir la parte del tipo de interés neutral que no viene explicada por el crecimiento potencial, al reducirse la percepción de riesgo. Por otra parte, el tipo de interés oficial (la tasa SELIC), que se ha usado en este ejercicio, podría no ser representativo del tipo de interés al que se financia el conjunto de la economía brasileña, al existir una importante cantidad de crédito que usa como referencia la TJLP, una tasa subvencionada por el banco público BNDES. Estas consideraciones harían que las condiciones monetarias no fueran tan restrictivas en Brasil como sugiere la regla de Taylor.

En resumen, a pesar de las dificultades asociadas a la estimación de variables no observables en una economía, como son su tipo de interés natural y su crecimiento potencial, los resultados presentados en esta sección apuntan a una reducción del tipo de interés natural en América Latina en las últimas décadas, vinculada, inicialmente, al proceso de estabilización macroeconómica y al paso a regímenes de objetivos de inflación, así como, más recientemente, a la desaceleración de la productividad y al menor crecimiento potencial. Estos últimos factores pueden ser muy persistentes si no median reformas estructurales que eleven la capacidad de crecimiento de la economía. Estas reformas son clave no solo para elevar el nivel de bienestar de la sociedad a largo plazo, sino también para aumentar la capacidad de la política monetaria para estimular la economía cuando se produzcan insuficiencias de la demanda agregada.

⁷ La regla de Taylor calculada en esta sección utiliza las expectativas de inflación a doce meses en lugar de la inflación subyacente. Para Perú, donde estas expectativas no están disponibles, se usa una media ponderada de la inflación subyacente en los trimestres anteriores.

1 TIPOS DE CAMBIO EN ECONOMÍAS EMERGENTES (a)



2 DIFERENCIALES SOBERANOS (EMBI)



— AGREGADO FRÁGILES (b) — MÉXICO

FUENTE: Datastream.

a Una caída en el índice señala una depreciación de las monedas.

b Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía. Agregado ponderado por el peso del PIB en PPP.

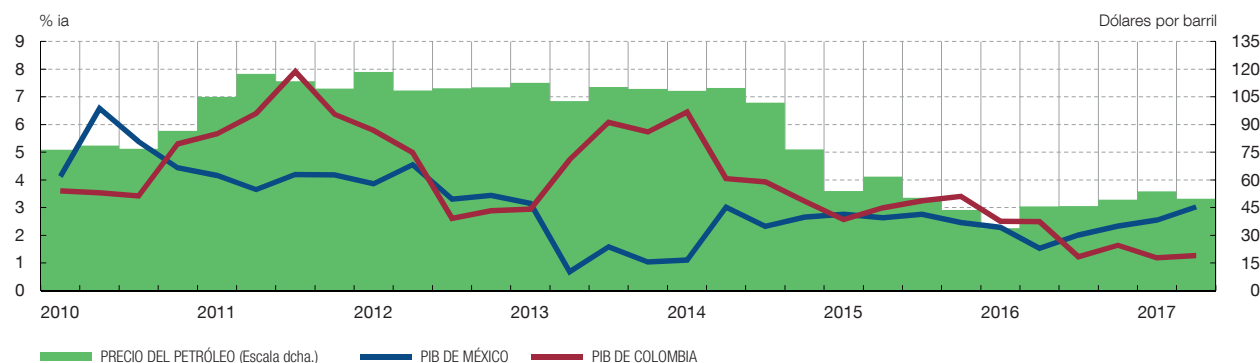
México: resistencia del consumo privado y retos a futuro

Tras haber registrado tasas de crecimiento del PIB cercanas al 4,5 % en promedio entre 2010 y 2012, y haberse producido un fuerte impulso reformador por parte del Gobierno salido de las elecciones de 2012, las perspectivas para la economía mexicana eran muy favorables. De hecho, el paquete de reformas estructurales aprobadas en 2012 sobre energía, telecomunicaciones, sector financiero, política fiscal, educación, competencia, mercado laboral y sistema electoral hizo auspiciar por entonces un salto cualitativo en el principal talón de Aquiles de la economía mexicana: su baja productividad, y, por ende, un impulso a su crecimiento potencial. México era percibido como un país con un bajo nivel de vulnerabilidad, con una gestión ortodoxa de las políticas macroeconómicas, y que contaba con el apoyo de los organismos multilaterales —reflejado en la concesión de una línea de crédito flexible del FMI por valor de unos 47 mm de dólares, renovada posteriormente por cuantías superiores—. Todo ello se plasmaba en un elevado *rating* soberano (BBB+) y unos diferenciales soberanos reducidos entre las economías emergentes, en un acceso fluido a los mercados de renta fija internacionales y en una presencia creciente de inversores internacionales en sus mercados locales⁸, con evidencia, incluso, de que el mercado mexicano se utilizaba como cobertura de posiciones en otros mercados latinoamericanos menos líquidos y profundos. Gracias a todo ello, el cambio de expectativas sobre la política monetaria en Estados Unidos en el verano de 2013 —el conocido como *taper tantrum*—, que afectó sobremedida a varias economías emergentes con elevadas vulnerabilidades, tuvo efectos significativamente menores sobre los mercados mexicanos (véase gráfico 11).

Sin embargo, tras las reformas, que se esperaba que elevaran el crecimiento potencial, la economía mexicana registró una pérdida de dinamismo (con un crecimiento del 2,4 % en promedio entre 2014 y 2016) en relación con los años inmediatamente posteriores a la crisis. Los motivos han sido diversos. En primer lugar, el desplome del precio del petróleo a mediados de 2014 deterioró la posición fiscal de México, siendo un país cuyas cuentas públicas han sido históricamente muy dependientes de los ingresos petroleros (que pasaron de suponer cerca del 9 % del PIB en 2012 a situarse alrededor del 4 % actualmente); esto llevó a las autoridades a implementar una política fiscal restrictiva para corregir el desequilibrio fiscal. Simultáneamente, surgieron dudas sobre la posición financiera de

⁸ Los no residentes poseían el 45 % de la deuda pública emitida en mercados locales a mediados de 2014.

PIB DE MÉXICO Y COLOMBIA Y PRECIO DEL PETRÓLEO



FUENTE: Datastream.

la petrolera estatal PEMEX, cuyo endeudamiento externo tras la crisis de 2008 había aumentado considerablemente⁹, requiriendo finalmente el apoyo del Gobierno en abril de 2016.

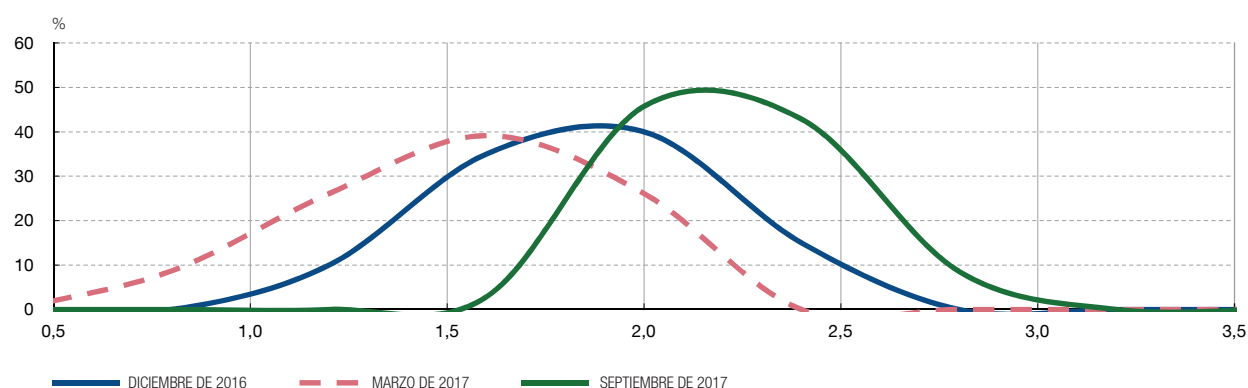
En segundo lugar, se puso en cuestión la eficacia de algunas de las reformas estructurales más relevantes —como la energética—, alimentando la incertidumbre sobre sus efectos en la productividad y el crecimiento a largo plazo del país. Más en general, cabe afirmar que los resultados de la implementación de las reformas en los tres últimos años han sido mixtos. Los sectores de telecomunicaciones y energía se abrieron a una mayor competencia, lo que atrajo a nuevos operadores y condujo a una importante reducción de precios. Sin embargo, la inversión esperada en las diferentes rondas de licitación de los campos petrolíferos se vio mermada por la caída de su precio. Por su parte, la reforma laboral favoreció una reducción de las tasas de informalidad, sobre todo en las pymes, aunque todavía sigue en niveles elevados. La reforma financiera, en mayor o menor medida, está contribuyendo a elevar los niveles de crédito al sector privado y a una mayor competencia. Por último, la aplicación de la reforma educativa transcurre con retraso.

En tercer lugar, las políticas económicas de Estados Unidos, el principal socio comercial y financiero de México, han tenido un impacto sobre la economía mexicana. Primero, por el inicio del proceso de normalización de la política monetaria de la Fed, en diciembre de 2015, que llevó al Banco de México a iniciar un ciclo monetario restrictivo. Más adelante, la elección de Donald Trump como presidente de Estados Unidos y sus anuncios en la campaña electoral de llevar a cabo una serie de políticas de resultado potencialmente muy negativo para la economía mexicana se reflejaron en una notable depreciación del peso mexicano.

En realidad, dada la magnitud de estas perturbaciones, lo que resulta sorprendente es que la economía mexicana no haya registrado mayores recortes en el crecimiento del PIB, como ha ocurrido en otros países de características similares, como Colombia (véase gráfico 12). La percepción de esta resiliencia ha llevado a las agencias crediticias a mejorar las perspectivas de calificación del soberano, a una estabilización de los mercados financieros y a una

⁹ Entre enero de 2009 y abril de 2014, la compañía emitió más de 38.250 millones de dólares en los mercados internacionales, el 57 % de las emisiones de empresas no financieras de México en ese período.

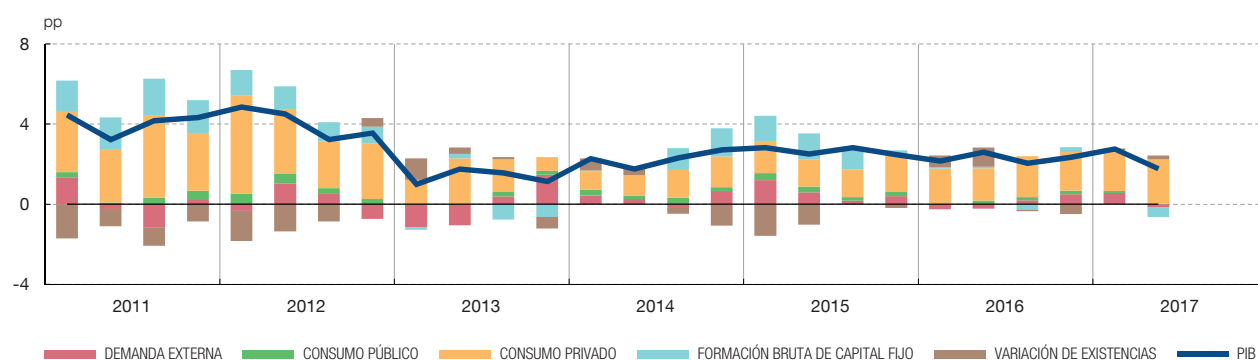
DISTRIBUCIÓN DE LAS PREVISIONES DEL CRECIMIENTO DEL PIB DE MÉXICO EN 2017

FUENTE: *Latin American Consensus Forecasts*.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO DE MÉXICO

GRÁFICO 14

MÉXICO: APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB



FUENTE: Datastream.

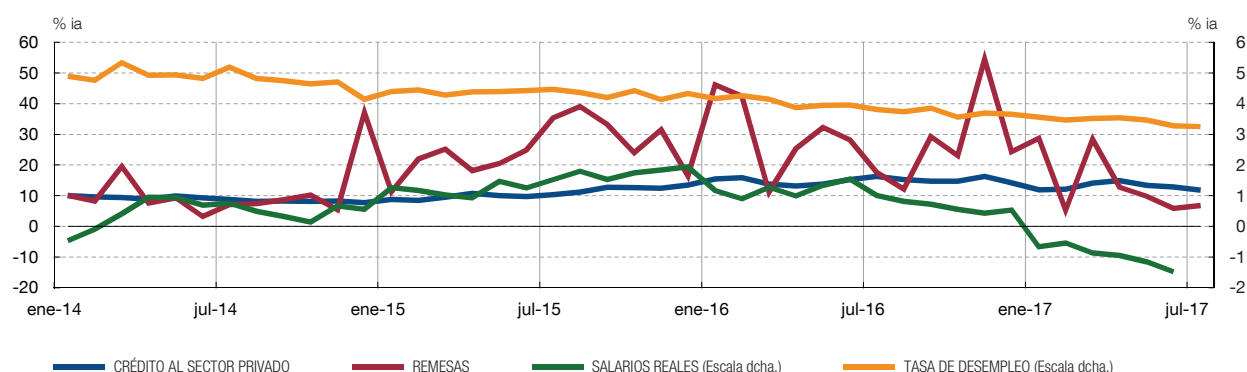
apreciación del peso frente al dólar¹⁰. Además, en 2017, por primera vez en varios años, las previsiones de crecimiento del consenso se están revisando al alza (véase gráfico 13). Resulta destacable que en los dos primeros trimestres del año el PIB haya avanzado de forma robusta (un 0,7 % y un 0,6 % en tasa intertrimestral, respectivamente), muy por encima de las expectativas de consenso, aunque con contribuciones muy distintas por componentes. Así, la inversión y el gasto público mantienen una evolución negativa, mientras que la demanda externa y, sobre todo, el consumo privado son los motores del crecimiento, destacando especialmente este último, que tiene un peso en el PIB cercano al 67 % (véase gráfico 14).

ESTRUCTURA Y DETERMINANTES DEL CONSUMO PRIVADO

Con el objetivo de analizar con más detalle la evolución del consumo privado agregado, a continuación se presentan los resultados de estimaciones empíricas que permiten cuantificar la contribución relativa de los distintos factores determinantes del crecimiento del consumo desde 2002. La especificación del modelo empírico se ha basado en una función de consumo básica keynesiana, que supone que el consumo privado en términos reales viene determinado principalmente por la renta disponible real. Además, se han

¹⁰ En la actualidad, el peso mexicano ha recuperado prácticamente todo el terreno perdido tras las elecciones presidenciales en Estados Unidos. Los principales factores explicativos de la tendencia apreciativa del peso mexicano desde principios de 2017 han sido la percepción de que el resultado de las negociaciones respecto al TLCAN no sería tan negativo para la economía mexicana y las mejoras en el proceso de consolidación fiscal.

PRINCIPALES DETERMINANTES DEL CONSUMO PRIVADO



FUENTE: Datastream.

considerado otros factores adicionales, como el tipo de interés real, el acceso al crédito o, especialmente en el caso de la economía mexicana, las remesas de emigrantes.

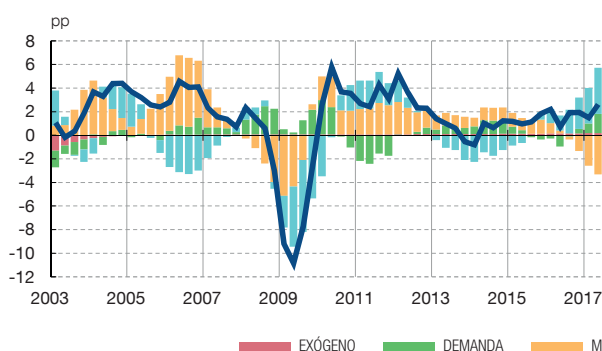
Como se puede apreciar en el gráfico 15, que recoge la evolución reciente de los determinantes del consumo privado, el mercado laboral en los últimos años ha mostrado cierta fortaleza, con tasas de creación (y formalización)¹¹ de empleo nada desdeñables y una tasa de paro en niveles relativamente bajos, pero los salarios reales han permanecido prácticamente estancados, debido al aumento de la inflación. Así, el aumento de precios que supuso la liberalización del precio de las gasolinas a principios de 2017—y que tanto agentes de mercado como organismos públicos consideran transitorio—, el efecto retrasado de la depreciación de la moneda local y, en menor medida, el incremento del salario mínimo llevaron a la inflación a situarse en el entorno del 6,7 % anual en agosto, muy por encima de la cifra de cierre de 2016 (3,9 %) y del rango objetivo del Banco de México (3 %). En lo referente a otros determinantes del consumo, el ciclo de endurecimiento monetario iniciado a finales de 2015, tras año y medio en el mínimo histórico del 3 %, llegó a su fin en junio del presente año, alcanzando un tipo de interés oficial del 7 %, en un entorno de expectativas de inflación de medio plazo ancladas. El gasto de los hogares también se ha podido ver favorecido por un mayor acceso al crédito, que ha presentado avances significativos. Por último, las remesas de emigrantes —principalmente, procedentes de Estados Unidos— han supuesto alrededor de un 2 % del PIB anual desde 2011 y en la actualidad se sitúan en máximos históricos, impulsadas por la incertidumbre acerca de las políticas migratorias de la Administración Trump y por el dinamismo del mercado laboral de Estados Unidos.

Para explicar la resistencia del consumo privado en los últimos años, la estrategia empírica de identificación¹² utilizada contempla tres posibles perturbaciones estructurales: i) demanda agregada y demanda de crédito; ii) oferta de crédito, y iii) política monetaria.

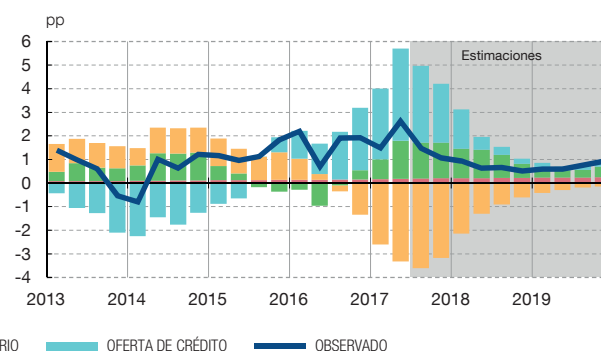
11 En 2013 entró en vigor el Programa de Formalización de Empleo, de la Secretaría de Trabajo y Previsión Social, cuyo objetivo es el cambio de un trabajo informal a un trabajo formal, que se da al proporcionar seguridad social al trabajador a través de su afiliación a una institución como el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (ISSSTE) u otro Instituto de Seguridad Social. Para contextualizar, según las estimaciones más recientes del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), las personas en la economía informal actualmente representan el 56,6 % del total, mientras que en 2013 suponían el 59,6 %.

12 Tras descartar aquellos indicadores con menor capacidad predictiva y menos relevancia estructural, el modelo VAR bayesiano incluye cuatro variables endógenas: indicador de consumo privado del mercado interior, crédito de consumo al sector privado, tipos de interés oficiales, y el *spread* entre el tipo de política monetaria y el

1 DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DEL CONSUMO PRIVADO (a)



2 DESCOMPOSICIÓN DEL CONSUMO PRIVADO. EVOLUCIÓN RECIENTE Y ESTIMACIONES (a)



FUENTE: Banco de España, a partir de datos del INEGI.

a Acumulado de cuatro trimestres.

Los principales resultados para intentar cuantificar los factores más significativos que subyacen tras la fortaleza exhibida por el consumo privado se recogen en el gráfico 16¹³. En primer lugar, más allá de factores exógenos, como la evolución de las remesas, las perturbaciones de demanda y de crédito, que incorporan el impacto de la propia inercia del consumo privado, suponen una parte sustancial de la evolución del consumo. En segundo lugar, la relación del consumo privado con los fundamentales financieros resulta de crucial importancia en la última parte de la muestra. En este sentido, los indicios a los que apuntaba el *Reporte de Estabilidad Financiera* del Banco de México de 2016, sobre la prevalencia de factores de oferta detrás de la expansión reciente del crédito, se confirman, a tenor de la fuerte contribución positiva de la perturbación de oferta de crédito al crecimiento del consumo privado en los últimos años¹⁴. Por último, los efectos favorables asociados a una política monetaria acomodaticia se han ido desvaneciendo gradualmente, en paralelo con el proceso de subidas del tipo de interés oficial, dando paso a unas condiciones financieras menos laxas, si bien con cierto retraso, dado el desfase habitual en el mecanismo de transmisión de la política monetaria en México.

En todo caso, según las previsiones incondicionadas que proporciona este modelo, el crecimiento del consumo privado apunta a una cierta moderación en los próximos trimestres, ya que, a pesar del continuo apoyo de la demanda, algunas de las condiciones favorables de los últimos trimestres se irán desvaneciendo gradualmente (véase gráfico 16).

PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA MEXICANA

Las perspectivas de crecimiento del PIB del consenso de analistas para 2017 y 2018 se sitúan en tasas similares a las de 2016. Un tipo de cambio del peso competitivo, la reducción de incertidumbres externas, una tímida recuperación de los precios del petróleo y la continua implementación de reformas estructurales deberían sustentar tasas de crecimiento en el promedio de los últimos años y no muy alejadas del crecimiento potencial de

tipo de interés interbancario de crédito al consumo. Además, el modelo incorpora una variable exógena, como es el flujo de entrada de remesas de mexicanos en el exterior. La estimación, con datos trimestrales, se lleva a cabo desde el primer trimestre de 2001. Por último, las perturbaciones estructurales de corto plazo se identifican mediante restricciones de signos y de exclusión empleando el algoritmo de Arias *et al.* (2014), y siguiendo la estrategia empírica de Gambetti y Musso (2012).

13 Los resultados de estos ejercicios de simulación han de tomarse con cautela, ya que existe una serie de factores que podrían afectar a las decisiones de consumo y que no se recogen explícitamente en este modelo.

14 Durante los últimos años, las empresas mexicanas de mayor tamaño, con acceso a los mercados financieros internacionales, han venido colocando deuda externa en moneda extranjera, al tiempo que reduciendo sus pasivos sustancialmente con la banca interna. En consecuencia, se han venido liberando recursos para préstamos a otros sectores residentes. Para más detalles, véase Carabarin *et al.* (2015).

la economía mexicana, que, además, se encontraría cerca de cerrar la brecha de producción. En los próximos trimestres se perciben algunos riesgos que podrían reducir estas tasas de crecimiento proyectadas, y que incluyen, entre otros: i) a muy corto plazo, el efecto negativo sobre la actividad en el tercer trimestre de los terremotos sufridos en algunas partes del país que, sin embargo, podrían impulsar la actividad en los siguientes trimestres; ii) una desaceleración marginal del consumo privado mayor que la prevista ante la trayectoria de la inflación y eventuales recortes adicionales al gasto público (consumo e inversión); iii) el retorno de la volatilidad en precios de activos (moneda local, por ejemplo) asociada a posibles incidencias en la renegociación del TLCAN; iv) un menor dinamismo de la inversión privada, reflejando asimismo una mayor cautela respecto a la relación con Estados Unidos, y, por último, v) las elecciones presidenciales y legislativas de 2018, que añaden un cierto grado de incertidumbre, dados los elevados niveles de indecisión reflejados en las encuestas electorales. En este sentido, muchas de las medidas derivadas de la reforma electoral de 2014 se pondrán en marcha por primera vez en estas elecciones. Entre las novedades que entrarán en vigor en los próximos comicios, destacan la posibilidad de reelección de diputados y senadores y la posibilidad de gobiernos de coalición, y la participación de candidatos independientes.

Por último, a finales de año se debe aprobar el presupuesto para 2018. En ese sentido, en los últimos años México ha logrado alcanzar sus objetivos de consolidación fiscal de medio plazo, a pesar del fuerte ajuste de ingresos petroleros. Sin embargo, el cumplimiento del objetivo en 2017 se debe en buena medida a los beneficios extraordinarios transferidos por el Banco de México (que representan en torno a 1,5 % del PIB). Los ajustes fiscales para el año que viene, anunciados recientemente, suponen un esfuerzo de consolidación fiscal del 0,5 % del PIB (objetivo de superávit primario del 0,9 % del PIB en 2018) y se anticipan principalmente por el lado del gasto público, dadas las presiones de pensiones y jubilaciones, y el mayor coste financiero de la deuda. En todo caso, el espacio fiscal para afrontar futuros desarrollos adversos es limitado, dada la carga de la deuda y los modestos colchones fiscales acumulados.

Fecha de cierre de datos: 13.10.2017.

Fecha de publicación: 20.10.2017.

BIBLIOGRAFÍA

- ARIAS, J., J. F. RUBIO-RAMÍREZ y D. F. WAGGONER (2014). *Inference based on SVARs identified with sign and zero restrictions: Theory and applications*, Documentos de Trabajo del Board of Governors, 1100.
- CARABARÍN, M., A. DE LA GARZA y O. H. MORENO (2015). «Global liquidity and corporate financing in Mexico», *mimeo*.
- CARLSTROM, C. T., y T. S. FUERST (2016). «The natural rate of interest in Taylor rules», *Economic Commentary*, Federal Reserve of Cleveland.
- CARRILLO, J. A., R. ELIZONDO, C. A. RODRÍGUEZ-PÉREZ y J. ROLDÁN-PEÑA (2017). «What determines the Neutral Rate of Interest in an Emerging Economy?», *mimeo*.
- GALES, A., G. NUÑO y C. THOMAS (2017). «The natural interest rate: concept, determinants and implications for monetary policy», *Economic Bulletin*, n.º 1/2017, Banco de España.
- GAMBETTI, L., y A. MUSSO (2012). *Loan supply shocks and the business cycle*, Documentos de Trabajo, 1469, Banco Central Europeo.
- GRANGER, C. W. J. (1969). «Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods», *Econometrica*, 37 (3), pp. 424-438.
- HOLSTON, K., T. LAUBACH y J. C. WILLIAMS (2016). «Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants», *Journal of International Economics*.
- KATARYNIUK, I., y J. MARTÍNEZ-MARTÍN (2017). *TFP growth and commodity prices in emerging economies*, Documentos de Trabajo, n.º 1711, Banco de España.
- MAGUD, N. E., y E. TSOUNTA (2012). *To Cut or Not to Cut? That is the (Central Bank's) Question. In Search of the Neutral Interest Rate in Latin America*, International Monetary Fund Working Paper 12-243.
- TAYLOR, J. B. (1993). «Discretion versus policy rules in practice», *Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy*, 39, pp. 195-214.